

原材料 - 造纸包装

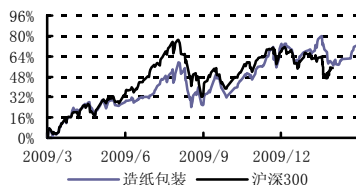
2010 年 3 月 3 日

重要资料

总股本 (百万股)	53.50
流通股 (百万股)	13.50
募集资金总额	约 2~3 亿
行业 PE (X)	20
定价区间 PE (X)	30
第一大股东	孙世尧
公司网址	http://www.lp.com.cn

财务数据	2007	2008	2009
营业收入 (百万)	277.00	295.14	305.95
增长率%	N/A	6.55%	3.66%
净利润 (百万)	22.78	26.03	28.56
增长率%	N/A	14.27	9.71%
毛利率%	19.95	21.26	24.83
净利率%	9.43%	9.79%	10.95
ROE	18.81	17.69	16.25
ROA	13.59	11.12	13.33
资产负债率	45.75	47.43	42.02

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
造纸包装	9.81%	-0.31%	73.05%
沪深 300	5.25%	-7.95%	52.97%

周宽

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 周宽, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

国内最大的铝板复合防伪瓶盖生产商

— 丽鹏股份 (002374) 新股报告

询价区间: 20-22

定价区间: 24-28

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	305	371	412	440
净利润 (百万元)	28	46	54	58
每股收益 (元)	0.71	0.86	0.99	1.07
净利润增长率%	9.71%	28.89%	15.52%	8.11%
每股净资产 (元)	4.39	3.82	4.78	5.62

资料来源: 世纪证券研究所

- **公司主营产品为复合型防伪印刷铝板和铝防伪瓶盖。**产品主要应用于白酒、保健酒、啤酒等酿酒行业产品的包装。06-09 年主营业务收入和主营业务利润的增长率分别为 11.65% 和 28.11%。
- **市场占有率位居行业第一。**公司在复合型防伪印刷铝板的市场占有率为 30%, 在铝防伪瓶盖的市场占有率为 7%, 均居各自细分市场第一。是目前国内唯一具备集铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造、产品技术研发和售后技术服务为一体的一条龙服务完整业务体系的瓶盖生产商。
- **业绩增长来源于, 一是产能的增长, 二是高毛利的铝防伪瓶盖带来的整体毛利率提升。**募投项目投产, 将使产能由目前的 12 亿只, 增加到 17 亿只, 其中新增的 3 亿只高毛利的铝防伪瓶盖将提升整体毛利率。
- **啤酒、葡萄酒潜在市场巨大。**铝防伪瓶盖已在西方发达国家的啤酒、葡萄酒等领域中广泛使用, 而在我国, 啤酒包装尚以传统的皇冠盖为主, 葡萄酒包装也以传统的软木塞瓶盖为主。由于铝防伪瓶盖所具有的加工精美、包装精度高、易回收和成本低的优点, 未来铝盖产品在我国啤酒、葡萄酒等领域的应用有巨大的市场。

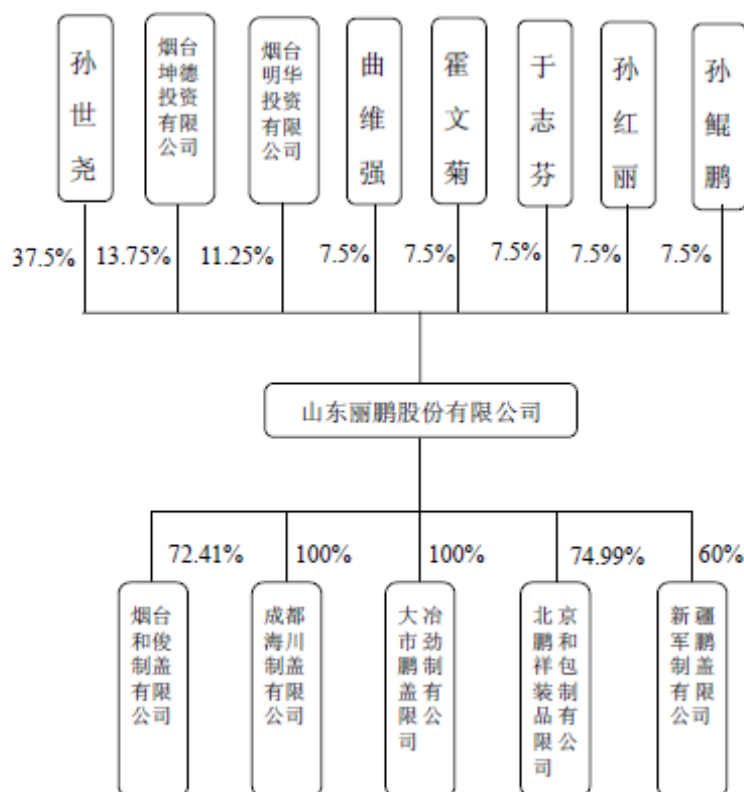
- **盈利预测及询价建议:** 公司产量将随着募投项目投产实现快速增长, 预计其 09-11 年摊薄后 EPS 分别为 0.71、0.86 和 0.99 元。综合考虑可比公司以及中小板发行情况, 我们认为询价区间为 20-22 元。

公司概况

公司专业从事铝板复合型防伪印刷、防伪瓶盖的生产、销售及相关业务。经过十多年的努力，公司从创立初期依靠简易冲压设备加工铝防伪瓶盖做起，逐步形成了目前国内唯一的集铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造、产品技术研发和售后技术服务为一体的一条龙服务的完整业务体系，主要产品也由单一的铝防伪瓶盖延伸到组合式防伪瓶盖和网点、多色、曲面及多重复合型防伪印刷铝板等品种。经中国包装联合会认定，公司已成为国内最大的铝板复合型防伪印刷和铝防伪瓶盖生产企业。公司先后被中国包装联合会、中国包装企业家联合会评为“中国包装龙头企业”、“中国 200 强先进包装企业”、“中国包装优秀企业”，于 2007 年 10 月被中国企业发展监督委员会和中国质量管理体系认证中心评为“中国瓶盖十强企业”，是中国防伪瓶盖行业标准的主要起草单位。

实际控制人为孙世尧家族。

Figure 1 实际控制人为孙世尧



资料来源：招股书

公司所处行业背景

公司受处行业的主管为中国包装联合会。是我国包装行业的主管行业协会，其中金属容器委员会司职于金属包装物品制造业的管理。目前，我国的金属包装行业主要涉及印铁制罐、易拉罐、气雾罐、瓶盖、钢桶等包装物品制造。

近年来，我国包装工业保持了平稳快速健康的发展势头，2003 年至 2007 年的销售收入分别为 2,400 亿元、2,700 亿元、3,600 亿元、4,400 亿元和 5,100 亿元，复合年增长率达 21%，预计今后五年仍将保持较快速度增长，2012 年中国包装产业总收入有望突破万亿（资料来源：中国包装联合会）。金属包装业是中国包装业的重要组成部分，2003 年至 2007 年金属包装占包装业销售收入比重不断上升，从 2003 年的 8.54% 增长到 2007 年 9.08%，2003 年、2004 年、2005 年、2006 年和 2007 年销售收入分别为 205 亿元、235 亿元、320 亿元、392 亿元和 463 亿元，复合年增长率为 23%，全行业处于呈现稳健上升的发展新时期，并预计在未来五年仍将保持较快速度增长（资料来源：中国包装联合会）。

Figure 2 丽鹏股份生产能力排名第一

序号	企业名称	主要业务	年生产能力（亿只）
1	山东丽鹏股份有限公司	涂料印刷、机械模具、铝防伪瓶盖、组合式防伪瓶盖	11.5（注）
2	烟台海普制盖有限公司	涂料印刷、铝盖、塑料盖	5
3	烟台信达包装有限公司	涂料印刷、铝盖	4
4	山西亚华包装有限公司	涂料印刷、铝盖、塑料盖	4
5	江苏意达包装有限公司	铝盖、塑料盖	4
6	海南椰岛瓶盖厂	铝盖	3
7	浙江黄岩包装有限公司	铝盖、塑料盖	3
8	珠海龙狮包装有限公司	铝盖、塑料盖	3
9	四川天坤包装有限公司	铝盖、塑料盖	3
10	烟台华冠包装有限公司	铝盖、塑料盖	3

资料来源：招股书

公司主营业务分析

公司的主要产品包括复合型防伪印刷铝板、铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖。复合型防伪印刷铝板的用途是进一步加工生产铝防伪瓶盖，其销售对象是同行业制盖企业。目前，公司的防伪瓶盖产品包括铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖，主要用于白酒、保健酒、啤酒等酿酒行业产品的包装。虽然铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖同样具有防伪功能，但从制造工艺和应用实践来看，组合式防伪瓶盖由铝板涂覆品与塑料件组合或各种塑料件组合而成，其生产加工主要靠人工组装，不适合工业化大生产，下游企业也难以实现自动化流水线封装，可回收性差，因此，从未来发展趋势来看，铝防伪瓶盖的应用将是主流，也是公司主营业务的未来发展方向。

Figure 3 复合型防伪印刷铝板



资料来源：招股书

Figure 4 铝防伪瓶盖

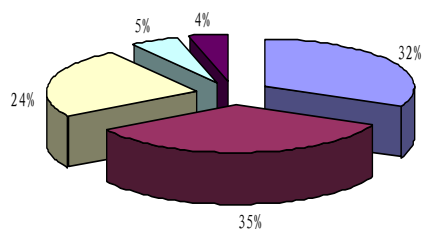


资料来源：招股书

出口比例近年来不断提高。由于铝防伪瓶盖已在西方发达国家的啤酒、葡萄酒等领域中广泛使用，国内的低成本使我们看好未来出口增长。

Figure 5 2009 年收入构成

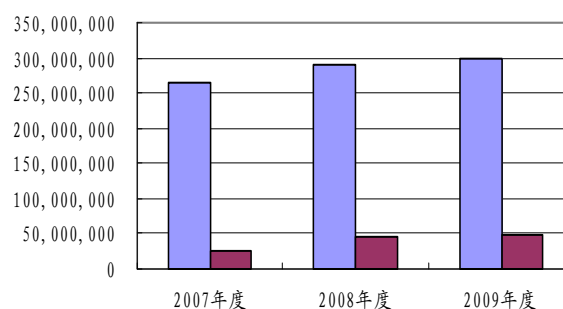
■ 铝防伪瓶盖 ■ 组合式防伪瓶盖 □ 复合型防伪印刷铝板 □ 设备及模具 ■ 铝带



资料来源：招股书

Figure 6 出口占比 15%以上，将成为新的增长点

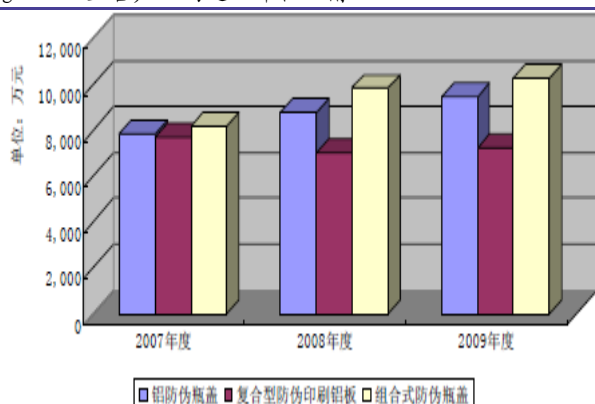
■ 主营收入总额 ■ 出口收入金额



资料来源：招股书

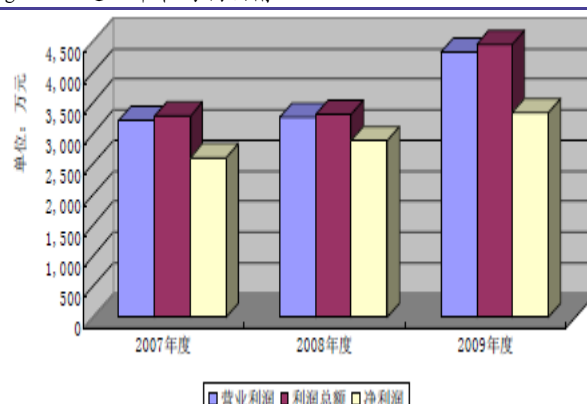
公司主营收入中 90%以上是复合型防伪印刷铝板、铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖，其它还有少量设备和装备的出售。

Figure 7 主营产品的近三年收入情况



资料来源：招股书

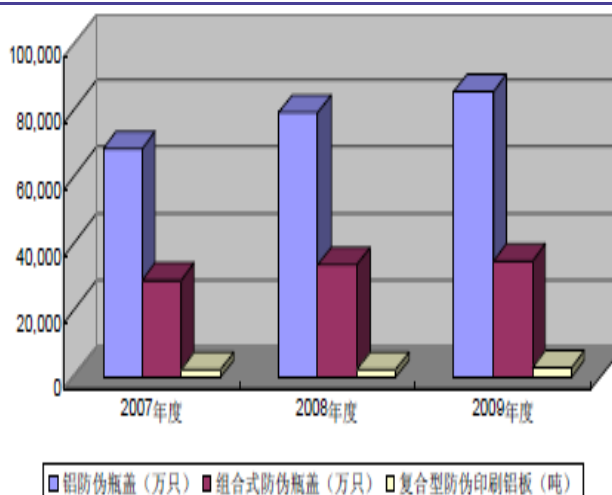
Figure 8 近三年来的利润情况



资料来源：招股书

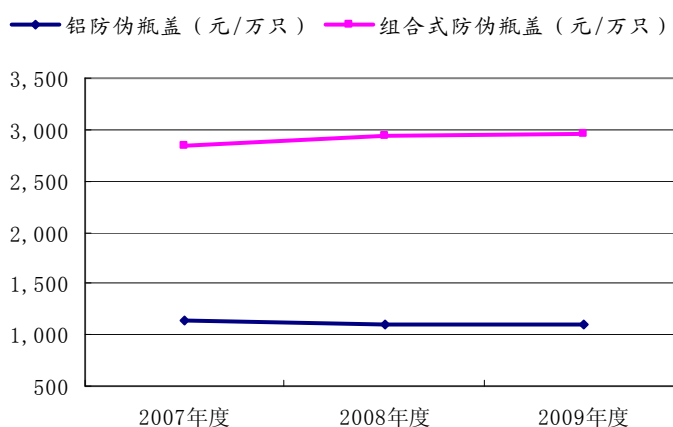
收入、利润不断增长。公司 06-09 年主营业务收入和主营业务利润的增长率分别为 11.65%和 28.11%。收入的增长与产量的增长有关。从公司销售价格的变化中，可以看出公司的议价能力较强。这与瓶盖在下游的成本中较低有关。

Figure 9 瓶盖产量变化



资料来源：招股书

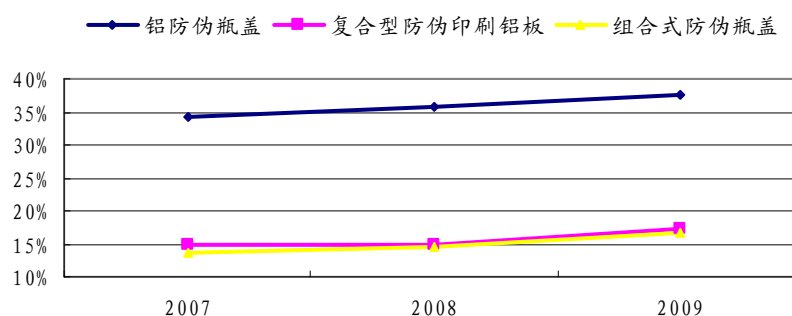
Figure 10 瓶盖价格变化



资料来源：招股书

高毛利率的铝防伪瓶盖是未来发展趋势。公司自设立以来一直从事铝防伪瓶盖的生产与销售业务，为满足日益增长的客户订单需求，经过不断的革新与改进，公司铝防伪瓶盖总体产能已由 2005 年的 52,000 万只（含大冶劲鹏）上升至 2009 年的 85,000 万只。从近年来的产销情况看，公司的产量与销量随产能的增加逐年同步上升，产销率均达 95%以上，2008 年以来已开始超负荷生产。

Figure 11 铝防伪瓶盖的毛利率达到 35%以上

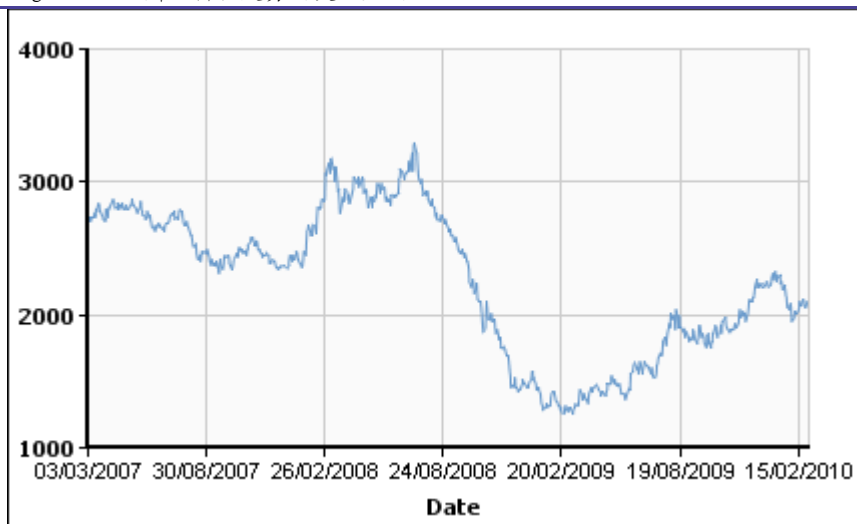


资料来源：招股书

成本结构分析

铝板是制造铝防伪瓶盖最主要的原材料，原材料波动风险可转移。上游铝金属行业供应与价格走势对铝防伪瓶盖制造业具有较大的影响。从下图中可以看出，我国铝价自 2006 年大幅上涨以来维持高位震荡的格局，但在 2008 年第四季度，国内铝价大幅回落，2009 年以来一直在低位震荡。对于铝防伪瓶盖生产厂商而言，由于瓶盖产品在下游产品成本中所占的比例较低，且订单周期短，故原材料价格提高对瓶盖产品成本的影响可部分转移到下游行业。

Figure 12 电解铝价格走势（美元/吨）



资料来源：LME

公司竞争力分析

一条龙服务巩固行业龙头地位。公司业务涵盖了防伪瓶盖制造领域的各个业务环节，包括铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造、产品技术研发和售后技术服务为一体的一条龙服务，已形成制盖行业中完整的业务体系。近年来，下游客户对供应商的要求不断向“高质量、快速度、低成本”发展。公司充分发挥从设计制版、复合型防伪印刷、模具制造、瓶盖加工一条龙服务的优势，快速、高效地为下游客户提供“一站式”服务，特别是在新产品设计制作、突发订单生产等方面发挥了其他企业无法比拟的优势。同时公司防伪瓶盖品种齐全，能满足客户对不同防伪瓶盖的需求。公司完整的业务链不但为下游客户提供了优质、快速的服务，而且还为同行业其他厂家提供从铝板、铝板复合型防伪印刷、机械模具等产品到技术服务等全方位服务，拓宽了公司的业务发展空间，有利于形成新的业绩增长点，进一步巩固公司在同行业的领先地位。

设备优势提升公司竞争力。公司拥有国际、国内同行业最先进的生产设备。在铝板复合型防伪印刷环节，公司从国外先后引进了9条先进生产线，如意大利OMSO公司和CALF公司的滚印机，与国外制盖同行装备实力相当；实现了大面积精印，印刷水平与国外同行基本相当，部分高端产品的印刷质量甚至优于国外产品。在瓶盖冲制环节，公司拥有国内外同行业中自动化程度最高的铝防伪瓶盖生产线；其中意大利SACMI线1条，同时还拥有具有独立知识产权的10头全自动瓶盖生产线2条，具有与山东大学共同开发研制的铝质瓶盖自动检测线，及适应各种规格瓶盖的数控冲床、多头全自动滚轧机和多头全自动加垫机等先进设备，特别是2007年，公司建成了国内唯一一家30万级净化标准的铝防伪瓶盖加工车间，用医药包装的标准生产瓶盖，这不仅提高了瓶盖的档次，还极大提高了产品在国际市场的竞争力。

技术创新优势保证未来发展。截至目前，公司已获得的专利权76项，另有38项专利申请已被受理，被山东省科技厅、山东省知识产权局评为“中国专利山东明星企业”。多年来的持续创新使公司在同行业始终处于领先地位。

占据国内铝板复合型防伪印刷制高点的战略优势。公司是国内同行业中规模最大的铝板复合型防伪印刷企业，其生产规模占据同行业30%左右的市场份额。铝板复合型防伪印刷是生产铝防伪瓶盖的中间环节，由于我国铝板防伪印刷设备尚依赖于从国外进口以及所存在的资金与技术壁垒等因素，我国仅有少数制盖企业拥有铝板防伪印刷装备。公

司在为下游行业提供瓶盖产品的同时,为同行业其他制盖企业提供防伪印刷铝板,有利于调节和稳定防伪印刷铝板的市場供应,进一步增强公司在同行业中的影响力,战略优势明显。

募集资金投向分析

此次公开发行拟募集资金 1.58 亿元将用于“铝板复合型防伪印刷及制盖生产线项目”及“年产 3 亿只高档铝防伪瓶盖生产线技术改造项目”。

铝板复合型防伪印刷机制盖生产线项目分析

该项目产品采用了多色一次印刷的先进工艺和高速制盖生产线,用以满足北京红星、北京牛栏山、新疆伊力特、泰国红牛集团、菲律宾马龙酒厂、俄罗斯哈吉斯酒厂等现有大客户和内蒙古河套、安徽种子、江苏今世缘、河北三井、烟台张裕等潜在大客户对高档铝防伪瓶盖的需求,并开发啤酒、葡萄酒等新领域。从目前公司的生产情况看,公司的生产能力不足,如泰国红牛集团对 285 盖的需求量是每月 900 万只,而公司目前仅能供应 500 万只左右。2008 年,公司因生产能力不足放弃的客户需求量约为 1 亿只左右。项目建设期为一年,税后投资回收期为 6.3 年(含 1 年建设期),内部收益率为 15.5%。预计资金投入后第二年达到设计生产能力。项目达产后预计年新增销售收入 7,710 万元,利润总额 2,000 万元。

年产 3 亿只高档铝防伪瓶盖生产线技术改造项目分析

该项目由公司全资子公司大冶劲鹏实施,其新增的 3 亿只高档铝防伪瓶盖主要用于满足劲牌公司业务增长需求,并积极拓展湖北及周边地区的业务。发行人是劲牌公司的定点供应商,其瓶盖需求量的 75%-80%由发行人提供,双方有着多年良好的合作关系,该公司近年来的增长速度保持在 30%左右,预计其 2012 年对瓶盖的需求将达到 8 亿只左右,而发行人目前对其供货能力仅为 3 亿只左右。另外,公司近年来新开发的客户稻花香、枝江大曲、白云边、黄鹤楼近几年来迅猛增长,特别是稻花香、枝江大曲两大国内名优酒厂,增幅显著。公司拟安排 1.5 亿只左右的新增产能用于劲牌公司对铝防伪瓶盖的需求,其余用于满足上述新开发的客户需求。项目建设期为一年,税后投资回收期为 5.4 年(含建设期),内部收益率 21%。预计资金投入后第二年达到设计生产能力。项目达产后预计年新增销售收入 4,800 万元,利润总额 920 万元。

盈利预测

假设 1、铝板复合型防伪印刷及制盖生产线项目 2010 年预计达产 60%，2011 后全部达产；3 亿只高档铝防伪瓶盖生产线技术改造项目 2010 年全部达产。

假设 2、高毛利率的铝防伪瓶盖份量提升，使整体毛利率上升到 25%左右。

Figure 13 盈利预测（单位：百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	295	306	371	412
营业成本	232	230	279	308
营业税金及附加	1	2	2	2
主营业务利润	62	74	90	102
三项费用	29	31	34	37
营业利润	33	43	56	65
营业外收入/支出	1	2	2	2
利润总额	34	45	58	67
所得税费用	5	9	12	13
归属母公司股东的净利润	29	36	46	54
每股盈利（元）	0.54	0.67	0.86	0.99

资料来源：世纪证券

近期中小板公司询价公司对应的 10 年 PE 为 30 倍左右。丽鹏股份 2010 年产量开始释放，至 2011 年募集资金项目全部达产，预计 10-12 年摊薄后 EPS 为 0.79, 0.94, 1.06 元，综合考虑可比公司及近期发行的中小企业板公司询价估值情况，我们建议的询价区间为 20-22 元，

风险因素分析

- 1、原材料价格波动的风险。
- 2、短期偿债的风险。
- 3、利率变动的风险。
- 4、行业政策变动的风险

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.